



香港金融管理局

立法會財經事務委員會
簡報會

2015年5月4日



1. 香港金融穩定風險評估
2. 銀行監管
3. 金融市場發展
4. 香港離岸人民幣中心
5. 外匯基金投資表現



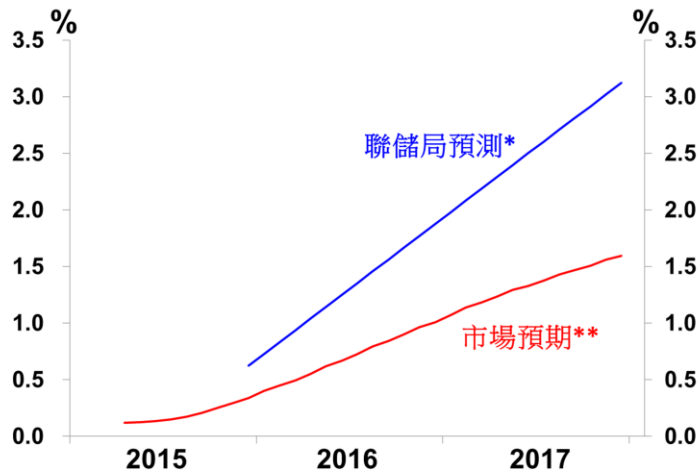
美國加息時間越來越近

- 大部分聯儲局官員在3月份會議表示今年會是加息的合適時機，但不會在4月進行
- 第一季美國經濟增長較弱，但沒有改變聯儲局對經濟的預期
- 貨幣政策正常化沒有預設路徑，加息步伐視乎經濟狀況
- 近期美國經濟增長和通脹受過渡性因素影響而放緩，未來動力可能會加快：
 - 勞工市場持續改善和實質收入增長加快，會推動消費及工資增長
 - 假如油價跌勢和美元升勢穩定下來，通脹的下行壓力會減退



市場對美國加息步伐的預期可能過度樂觀

美國加息預期



註: *2015年3月的預測中位數 **聯邦基金期貨引伸利率

資料來源: Datastream及美國聯邦儲備局

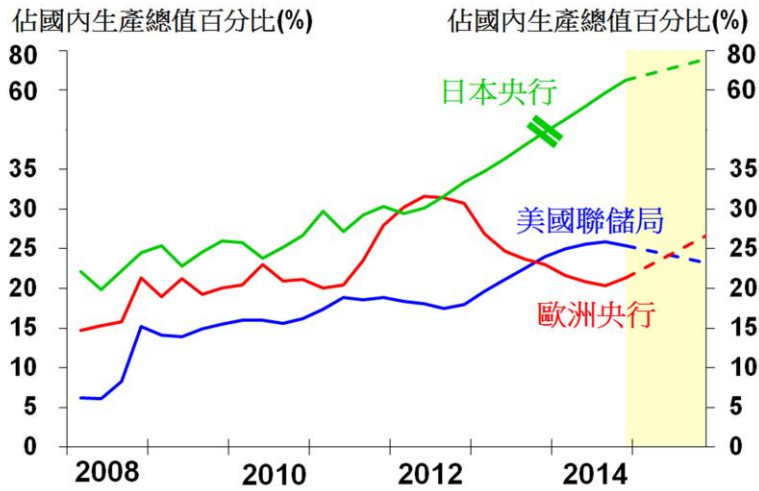
4

- 在美國經濟增長將會加快和通脹將上升的情況下，聯儲局理應會加快貨幣政策正常化的速度，但市場仍然預期美國聯邦基金利率將會緩慢上升。
- 圖中紅色線顯示市場預期美國聯邦基金利率將會緩慢上升至2015年年底約0.3%的水平，略低於聯儲局約0.6%的預測中位數(藍色線)。
- 但在此之後，市場與聯儲局在加息預期上的差異進一步擴大。市場預期聯邦基金利率將會繼續緩慢上升：
 - 至2016年年底約1%，遠低於聯儲局約1.9%的預測中位數。
 - 及至2017年年底約1.6%，遠低於聯儲局約3.1%的預測中位數。
- 市場與聯儲局在加息預期上存在明顯的差異，反映市場情緒可能過度樂觀。



主要央行貨幣政策走向分歧

主要央行資產負債表



資料來源：國際貨幣基金組織

5

- 主要央行的資產負債表在過去數年急劇膨脹。
- 在日本央行擴大量寬規模及歐洲央行推出量寬措施下，國際貨幣基金組織預計它們的資產負債表將在今年底分別上升至佔GDP 76% (綠色虛線) 及 27% (紅色虛線)。與此同時，在美國聯儲局已展開了貨幣政策正常化的情況下，預期聯儲局的資產負債表 (藍色虛線)會逐步收縮至佔GDP 23%。
- 歐日央行資產負債表顯著上升而聯儲局的資產負債表收縮，顯示主要央行的貨幣政策走向出現分歧。



貨幣政策分歧擴大增加外匯市場波動



資料來源：彭博

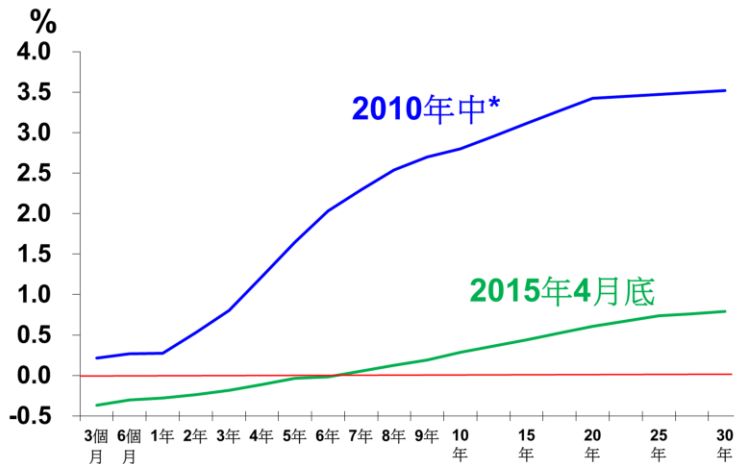
6

- 主要央行的貨幣政策分歧擴大，增加了外匯市場波動。
- 圖中顯示，貨幣波動指數自2008年金融危機後一直下跌，但在去年中開始由歷史低位大幅反彈。



歐央行量寬令國債變成負收益

德國國債收益率曲線



註: *確實日子是2010年5月7日, 歐央行宣佈證券市場計劃 (Securities Market Programme) 的前一天
資料來源: 彭博

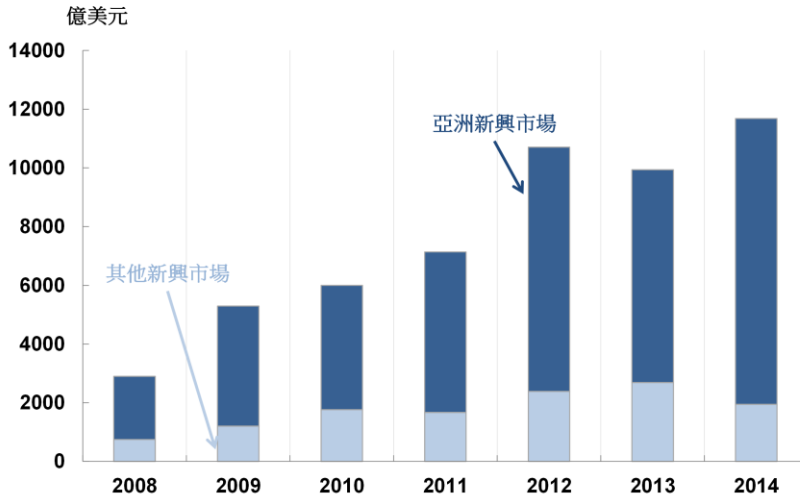
7

- 在通脹放緩及主要央行的資產負債表持續擴大的影響下, 債券收益率跌至異常低的水平。
- 德國國債收益率曲線在近5年間顯著向下移, 顯示這期間所有年期的德國國債收益率均大幅下跌。
- 值得注意的是, 現時4年期或更短的德國國債在二手市場上已變成負利率。
- 借款人在低息環境下受惠, 但審慎的儲蓄者和退休人士卻變相受罰。
- 國債變成負利率的情況實屬不正常, 顯示債券市場已被扭曲。
- 這種情況可能會令資金從歐元資產流向美元資產, 及導致區內資金從債券市場流向股票市場及高收益資產, 助長歐元區內高風險投資活動。
- 這最終會做成資源錯配情況: 超低利率環境持續, 會令資本由具生產效益的實質投資流向高風險的資產類別, 扭曲了投資決定。



全球量寬下新興市場企業發債量持續增加

新興市場企業債券發行量



資料來源：Dealogic

8

- 在全球央行推行量化寬鬆政策下，新興市場企業發債量在近年持續增加。
- 市場數據顯示，全球新興市場企業在2014年總共發行了11,681 億美元的債券。比2008年高出約3倍。
- 亞洲新興市場企業發債額的增長速度尤其快。在2014年新興亞洲市場企業發債額為 9,730億美元(佔所有新興市場發債額83%)，比2008年的2,151億美元增加了約3.5 倍。
- 在債券市場扭曲的情況下新興市場發債量仍然維持如此快速的增長，顯示債市所面對的風險正在上升。



量寬下債券市場的潛在風險

- 大型跨國銀行減少債券持貨量及市場莊家活動(market-making)
- 海外投資者持有新興市場債券的比例上升
- 債券上市基金(ETF)的規模越來越大——零售投資者主導
- 部份新興企業債被少數基金集中持有
- 從事能源業務的企業仍然受壓

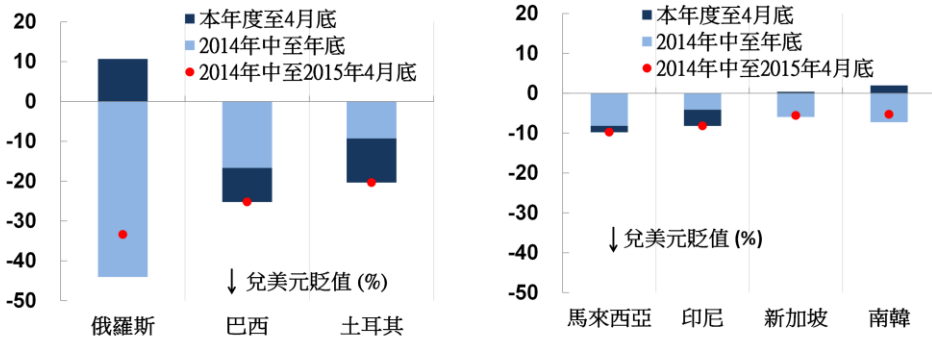
9

- 在全球央行推行量寬下，債市面對多項潛在風險，以下幾點值得留意：
- 首先，大型跨國銀行正在減少債券持貨量及市場莊家活動(market-making)，這會削弱債券市場的流動性。
- 第二，近年海外投資者持有新興市場債券的比例持續上升，一旦新興市場受到衝擊，海外投資者便可能拋售新興市場債券，令市場更為波動。
- 第三，越來越多資產管理公司將新興市場企業債券組合包裝成債券上市基金(ETF)，出售予零售投資者，使ETF的規模在近年越來越大。由於零售投資者較易被短期市場氣氛及羊群心理影響，一旦市場受到衝擊，便可能會大幅拋售這些很容易買賣的ETF。在這情況下，資產管理公司便可能被逼在市場缺乏流動性下倉促拋售新興市場債券，加劇債券市場波動。
- 第四，國際貨幣基金組織在上年度及今年四月的兩份報告指出，不少新興市場企業的債券被少數大型資產管理公司集中持有。一旦這些資產管理公司流動性下降以致要在市場上拋售企業債券以獲取資金，便有可能令企業債券的息率飆升，加劇市場波動。
- 第五，不少發債的新興市場企業從事能源相關業務，達部份國家企業債券發行總額20%以上。在2014年下半年，與石油業務相關的美國高息企業債券息差在油價下挫時曾一度急升，連帶推高其他與石油業務無關的美國高息企業債券息差。雖然油價在近月已稍為回穩，但仍然低迷，從事能源相關業務的企業因此仍然受壓。
- 以上各種因素，都有可能加劇債券市場在調整時的波動。



新興市場有資金外流壓力

新興市場貨幣兌美元匯率變動



資料來源：彭博

10

- 在美元強勢及油價急挫的影響下，新興市場匯率在2014年下半年承受沉重的貶值壓力；匯價雖然在2015年初開始稍為喘定，但不少新興市場貨幣仍然受壓。
- 在這兩幅圖中，淺藍色棒顯示匯率在2014年下半年兌美元的跌幅，深藍色棒顯示匯價今年初至4月底的變動；而全段時間，即由上年中至今年4月底的變動總和則由紅色圓點顯示。
- 從左圖可見，在上年的下半年至今，部份新興市場國家面對沉重的資金外流壓力，以致貨幣大幅貶值。
- 而從右圖可見，在亞洲區內，多國貨幣兌美元亦紛紛貶值。

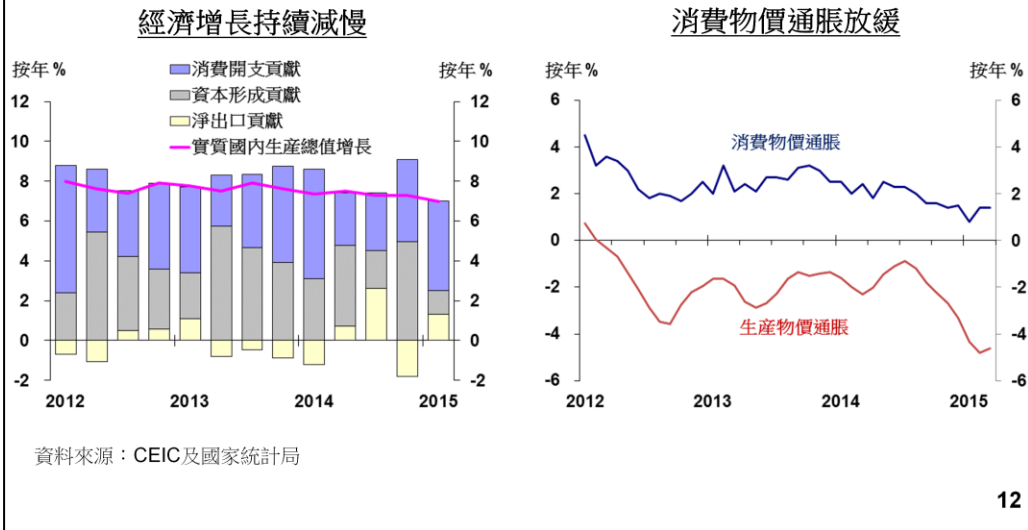


全球金融穩定風險評估

- 美、歐、日貨幣政策分歧擴大，導致外匯市場非常波動
- 歐央行量寬令部份國債變成負利率，造成市場扭曲及拖低其他債券息率
- 債券市場結構改變，將增加波動及潛在風險
- 新興市場面對的下行壓力增加，尤其是基調較弱及依靠能源出口的國家
- 美國利率正常化的時間及步伐會影響資金流向、利率、匯率以及資產市場價格



中國內地: 經濟增長減慢，通脹放緩

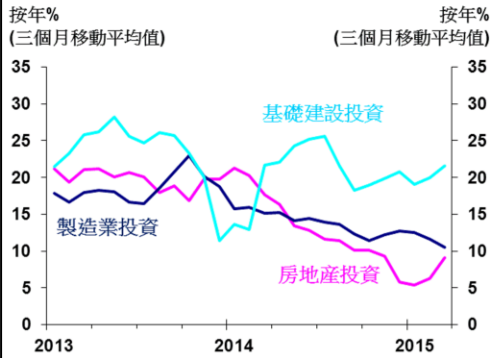


- [左圖]內地經濟增長率由去年第四季按年的7.3%下降至今年第一季的7.0%，主要由於資本開支增長顯著放緩。不過，消費開支仍然穩健。
- 世界銀行對內地今年的經濟增長預測為7.1%(2016年預測: 7.0%)，而國際貨幣基金最近發表的全球經濟展望報告中則維持今年6.8%的經濟增長預測(2016年預測: 6.3%)。
- [右圖]通脹正在放緩。消費物價通脹率從2013年第四季的近年高位2.9%，下降至今年第一季的1.2%。另外，工業生產價格持續下跌，在今年第一季按年跌幅擴大至4.6%。



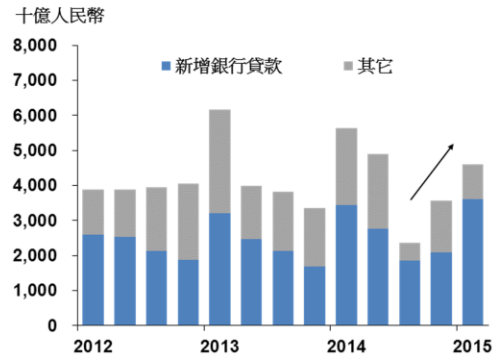
投資增長減慢，貸款增長回穩

房地產投資仍然較弱



資料來源：CEIC, 中國人民銀行及國家統計局

銀行貸款有回穩跡象



- [左圖]固定資產投資增長從去年第四季按年的**14.7%**下降至今年第一季的**13.5%**，當中房地產和製造業投資增長仍然較弱。不過，在政策支持下基礎建設投資保持穩定，今年第一季按年增長維持在**20%**以上。
- [右圖]受新增貸款上升帶動，社會融資活動從去年第四季每月平均**1萬2千億**人民幣回升至今年第一季每月平均**1萬5千億**人民幣。

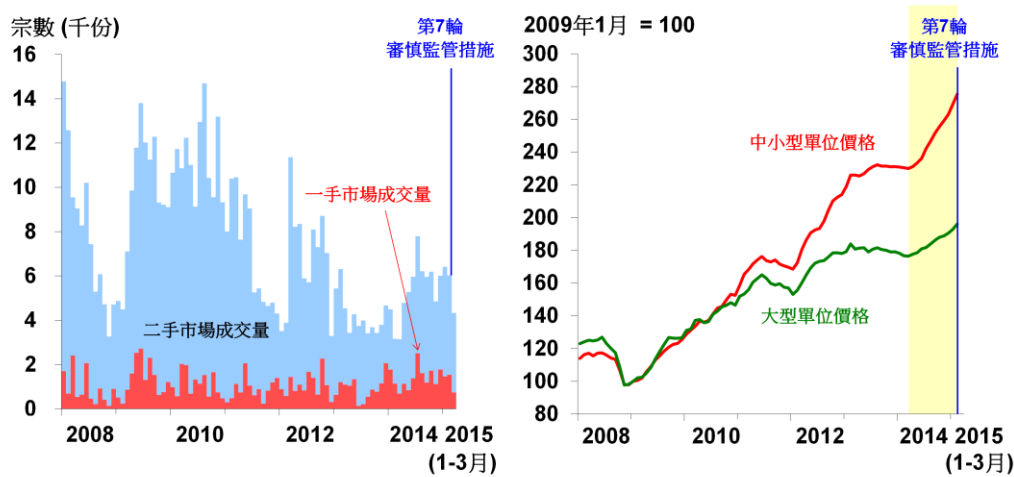


內地推出政策措施以實現全年增長目標

- 內地經濟進入新常態，今年經濟增長目標調低至約7%
- 政府仍然有足夠政策空間促進經濟增長，硬著陸的風險不高：
 - 利用貨幣政策去調節：兩次下調基準利率及存款準備金率
 - 利用財政刺激手段：加強針對性基礎建設投資，包括鐵路和水利工程投資規模合共1萬6千億人民幣
 - 積極推進金融改革包括利率自由化及存款保障制度，並鼓勵金融創新



香港金融穩定：金管局推出第七輪審慎監管措施



資料來源：差餉物業估價署、土地註冊處

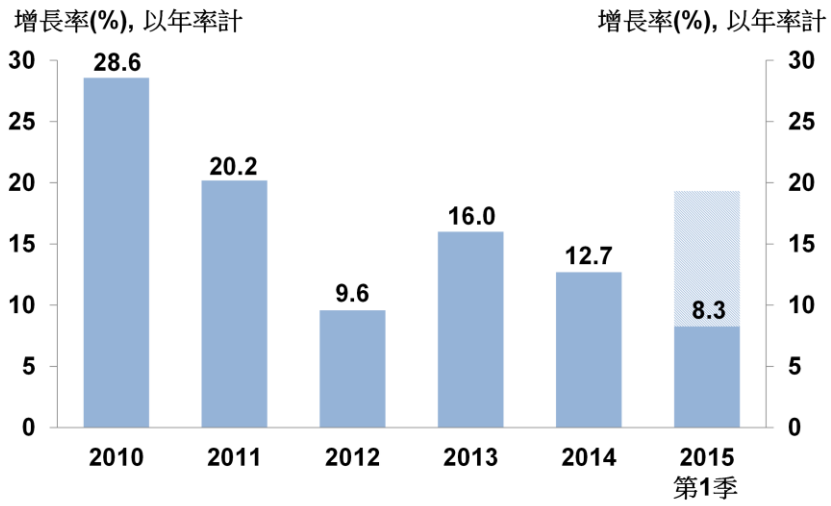
15

- 樓市在2014年下半年開始恢復並轉趨活躍，住宅物業市場量價齊升，中、小型住宅物業市道尤其暢旺。
- 由於樓市過熱風險上升，金管局在今年2月底推出新的第七輪逆周期措施，以保障銀行和金融體系的穩定。
- 新措施只推出兩個多月，仍需要一段時間去觀察它對樓市的影響。



香港金融穩定：銀行信貸保持溫和增長

銀行信貸增長率

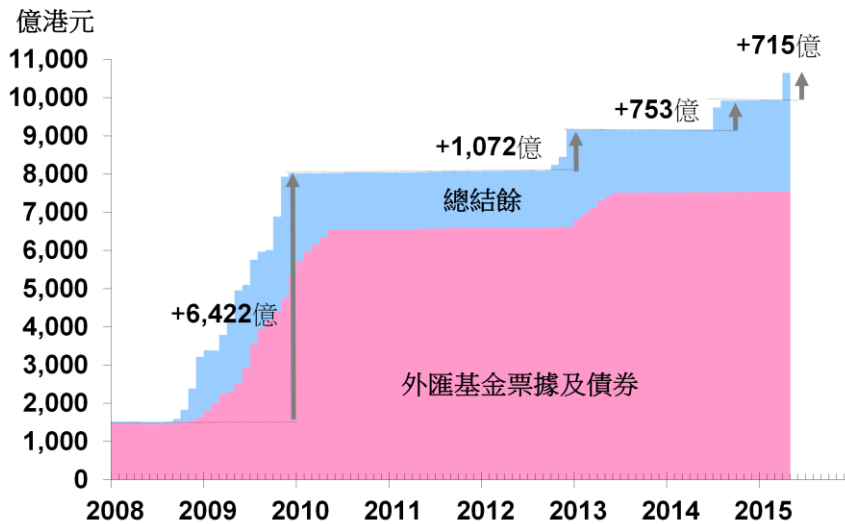


資料來源：香港金融管理局



香港金融穩定：資金流向

近期有更多新資金流入港元



資料來源：香港金融管理局

17

- 最近有更多新資金流入港元。4月上旬港元匯率轉強至7.75，強方兌換保證於4月9日至24日期間被觸發，令銀行體系總結餘增加。在這段期間，資金淨流入量約為715億港元（相當於92.3億美元），當中相當部分據報和港股投資活動有關，亦有部分由一般商業活動所致，包括派發股息、企業併購、商業交易以及償還貸款等。
- 隨著美國利率趨升，資金從美國境外回流美國的壓力將會增強。歷史經驗亦顯示在美元升值下新興市場所面對的資金外流壓力會增加，香港作為新興市場一員同樣可能會面對資金外流壓力。
- 聯繫匯率制度有一個完善的自動調節機制，有助抵銷港元資金外流對匯率的壓力，以維持港元匯率的穩定性。



香港金融穩定：股票市場

- 滬港通推出後香港和上海的股票市場可以互聯互通
- 兩地市場一旦互聯互通，必然產生市場互動的關係
- 本港股票市場會出現變化和新動態，我們需要去認識及適應這種新的市場特性
- 香港和內地的資金往來和進出會明顯增加，香港的股市起落可能會較以往大，投資者要小心注意和管理好風險



1. 香港金融穩定風險評估
2. 銀行監管
3. 金融市場發展
4. 香港離岸人民幣中心
5. 外匯基金投資表現

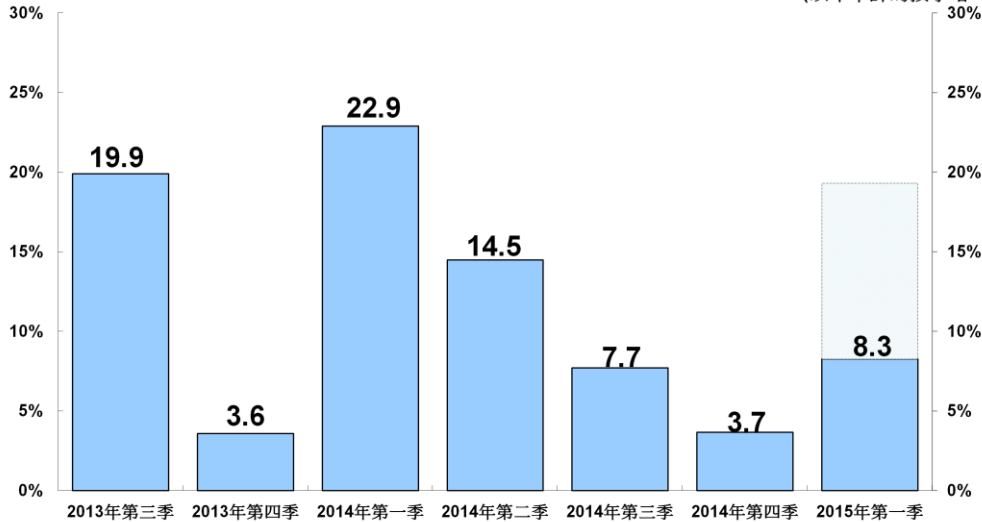


信貸增長

貸款增長率(%)
(以年率計的按季增長)

銀行信貸保持溫和增長

貸款增長率(%)
(以年率計的按季增



資料來源：金管局

20

- 2015年三月底的新股活動(相關貸款約港幣2,010億元)帶動銀行信貸在第一季錄得強勁增長。若撇除新股活動的影響，2015年第一季的貸款增長尚算溫和，按年率計為8.3%。
- 溫和的貸款增長主要是由於本地使用的貸款需求有所下降。貿易融資的貸款增長相對較強。
- 根據銀行的解釋，它們近期並沒有調整其風險胃納和貸款利率策略。貸款增長放緩的主要因素是企業維持保守的借款意欲。



實施《巴塞爾協定三》的進展

實施第二階段《巴塞爾協定三》

- 立法修訂分別於1月1日 (資本及流動性)及3月31日 (披露) 生效
- 公布逆周期緩衝資本
- 指定具本地系統重要性銀行

未來工作

- 因應巴塞爾委員會監管一致性評估計劃的結果而修訂《資本規則》
- 實施以下經修訂標準：
 - 對手方信用風險承擔及於基金的股權投資的資本處理
 - 經修訂第三支柱披露規定



香港金融機構的跨界別處置機制

- 為符合國際標準：金融穩定理事會發出的《金融機構有效處置機制的主要元素》
- 就立法改革進行的第二階段諮詢於**2015年4月20日**結束
- 預期將於年中左右進行第三階段、較簡短的諮詢
- 計劃於**2015年**第四季向立法會提交條例草案

22

- 處置機制第二階段諮詢(於1月21日發出諮詢文件)於**2015年4月20日**結束。我們收到**27份**回應意見。與第一階段諮詢文件一樣，大部分回應都對建議表示支持。



1. 香港金融穩定風險評估
2. 銀行監管
- 3. 金融市場發展**
4. 香港離岸人民幣中心
5. 外匯基金投資表現



《結算及交收系統（修訂）條例草案》

- 《條例草案》旨在為監管儲值支付工具及零售支付系統提供法律框架，確保儲值支付工具的用戶儲值金可獲得足夠保障，並確保該等工具及零售支付系統運作安全及有效率
- 《條例草案》已於**2015年2月4日**提交立法會審議。至今，法案委員會已召開四次會議。



政府第二筆伊斯蘭債券

- 2014年9月成功發行首筆總值10億美元伊斯蘭債券，認購熱烈，總額逾47億美元。為繼續深化市場發展，金管局現正為政府籌備發行第二筆伊斯蘭債券。
- 初步意向是採用新的模式，將債券的實體資產支持比例由100%減至34%，以顯示香港的平台可以發行多元化的伊斯蘭債券，亦為可以動用較少資產的發債機構起示範作用。債券年期為5年，發行額10億美元。



發展香港成為企業財資中心樞紐

- 為了吸引跨國和內地企業在香港成立企業財資中心，政府將修訂《稅務條例》，令符合條件的企業財資中心利息支出在計算利得稅時可獲扣免，以及就指定財資業務的相關利潤，寬減利得稅**50%**
- **條例草案**：政府將於今年稍後時間就具體的立法建議諮詢業界，並於**2015-16**立法年度向立法會提交條例草案
- **推廣工作**：金管局會繼續與業界保持溝通，加強向海外和內地的跨國企業推廣在香港設立企業財資中心的優勢

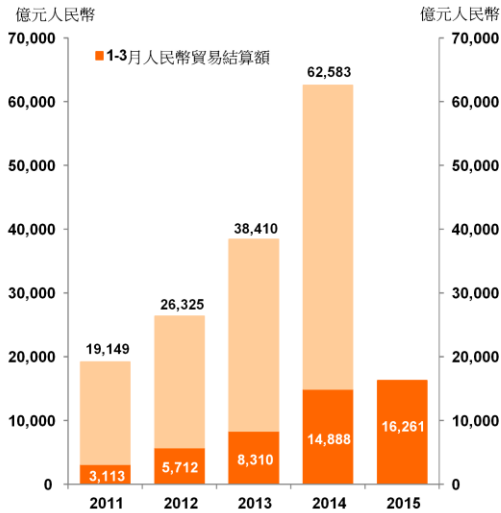


1. 香港金融穩定風險評估
2. 銀行監管
3. 金融市場發展
4. 香港離岸人民幣中心
5. 外匯基金投資表現

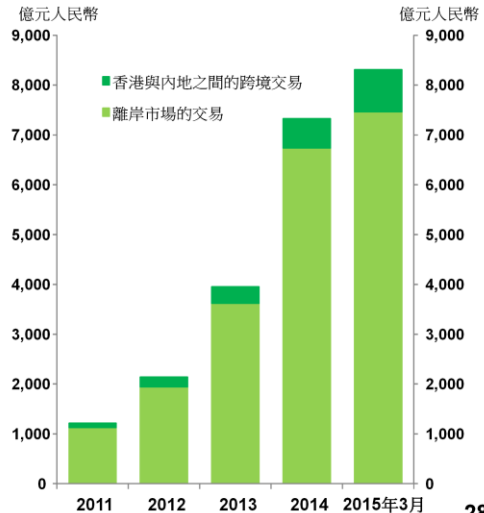


人民幣貿易結算及支付業務持續增長

經香港銀行處理的人民幣貿易結算額



香港人民幣即時支付結算系統
平均每日交易金額

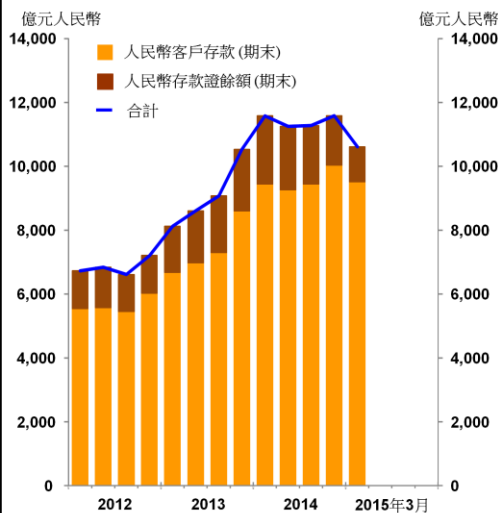


- 2015年首季，經香港銀行處理的人民幣貿易結算額共16,261億人民幣，比2014年同期增加9%。
- 香港人民幣即時支付結算系統交易金額進一步上升，2015年3月平均每日交易金額達8,313億人民幣。

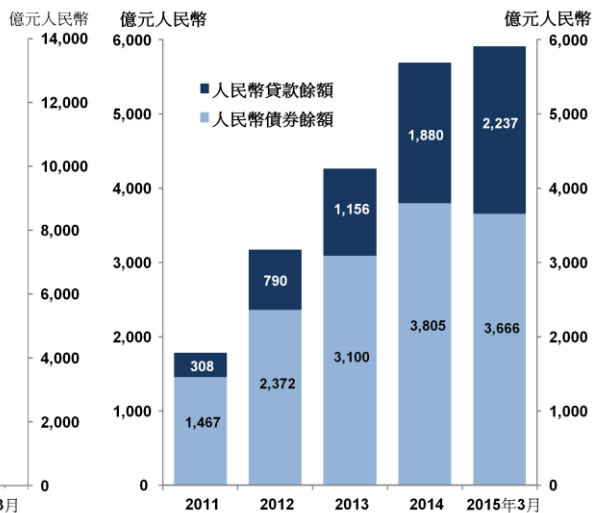


人民幣融資活動平穩發展

人民幣客戶存款及人民幣存款證總額



人民幣融資活動



29

- 2015年3月底，人民幣客戶存款及存款證餘額分別為9,520億及1,092億人民幣，兩者合計為10,612億人民幣，較2014年底下跌8%。今年初客戶存款減少，主要反映跨境貿易結算下香港對內地的支付多於內地支付香港，以及企業經銀行賣出人民幣比買入為多。個人客戶存款則在期內錄得增長。
- 人民幣點心債券發行有所放緩，今年首三個月的發行量為66億人民幣。2015年3月底，未償還點心債餘額為3,666億人民幣。人民幣銀行貸款業務則持續增長，2015年3月底的貸款餘額達到2,237億人民幣，比2014年底增加19%。



1. 香港金融穩定風險評估
2. 銀行監管
3. 金融市場發展
4. 香港離岸人民幣中心
5. 外匯基金投資表現



投資收入

(億港元)	2015	2014	2013
	第1季*	全年	全年
香港股票@	91	65	101
其他股票	185	337	718
債券	122	473	(191)
其他投資&	-	99	168
外匯	<u>(332)</u>	<u>(527)</u>	<u>16</u>
投資收入	66	447	812

* 未經審計數字

@ 不包括策略性資產組合的估值變動

& 包括外匯基金投資控股附屬公司持有的私募股權及房地產投資的估值變動。尚未有最新季度的數字。



收入及支出

(億港元)	2015 第1季*	2014 全年	2013 全年
投資收入	66	447	812
其他收入	-	2	2
利息及其他支出	<u>(10)</u>	<u>(52)</u>	<u>(49)</u>
淨收入	56	397	765
已/應支付予財政儲備的款項#	114	275	368
已/應支付予香港特別行政區 政府基金及法定組織的款項#	35	86	93

* 未經審計數字

2015及2014年的固定息率分別為5.5%及3.6%